

# 国際金融とエクイタイゼーション

—「債務の株式化」が提起する問題の広がり—

神 沢 正 典

目 次
はじめに
I 国際資金フローの変化と発展途上国
1. 国際金融市場の証券化
2. 国際銀行貸付の動向
3. 国際金融市場の構造変化
II 対外証券投資とエクイタイゼーションの展開
1. 途上国証券市場の形成と IFC
(1) 途上国証券市場の成長
(2) 先進国投資資金と国際分散投資
(3) 途上国投資ファンドと IFC
2. ベンチャー・バンキングとエクイティ・ファイナンス
(1) ベンチャー・バンキングとベンチャー・キャピタル
(2) 直接ベンチャー・バンキング
(3) 間接ベンチャー・バンキング
III 直接投資とエクイタイゼーションの展開
1. 直接投資とエクイティ・ファイナンス
2. 直接投資の「新形態」と準エクイティ・ファイナンス
むすび

## はじめに

発展途上国の債務累積がついに1兆ドルを超える状況のなかで、1987年のIMF暫定委員会は破綻寸前になっているベーカー構想を補完する手法として、様々な解決策を個々の金融機関が自由に選ぶ「メニューアプローチ」（債権回収策のメニュー化）を歓迎する旨のコミュニケを採択した。1985年のIMFソウル総会で提案されたベーカー構想は、①債務国の成長努力、②国際機関の活用、③民間銀行団の追加融資を3本柱とする内容であったが、民間銀行の消極

的姿勢のために事実上タナざらしになっている。そこで、現実的な解決策として、様々な手法の中から債務国と銀行団が納得する方法を選択するという案が浮上してきたのである<sup>(1)</sup>。「メニュー」の中で最も代表的な手法が、債務の株式化であり、債務国、債権国および国際機関から注目を浴びている。

債務の株式化は‘debt-equity swap’、‘debt-equity conversion’、‘debt capitalisation’などと呼ばれているが、その内容は、途上国に債権をもつ先進国の銀行が、途上国に直接投資しようとする多国籍企業に債権を額面より安く売却し、その企業が買い取った債権を債務国の中央銀行に持ち込み、額面に近い価格分の現地通貨に転換し、現地企業の株式を取得するというものである。つまり、デット・ファイナンスのエクイティ・ファイナンスへの転化すなわち債務のエクイタイゼーションなのである。債務の株式化は、銀行債権が額面以下の価格で流通しているという現実、すなわち債権の分売（サブ・パーティシペーション）というセキュリタイゼーションの一形態を前提にしている。したがって、エクイタイゼーションはセキュリタイゼーションと区別されるべきであり、前者は後者の上に成り立っている。

債務の株式化の形態は、上に述べた、多国籍企業による株式取得を典型としている。これは直接投資に分類される行為であり、投資撤退地域に新規投資を促す役割を果たしている。この変形が途上国の民族資本による株式取得で、逃避資本の本国還流を促進する手段になってい

る。第2の形態は、債務銀行自身がその債権を直接株式に転換する方式で、主として現地金融機関に出資されている。例えば、バンカーズ・トラストは対チリ債権の一部を現地最大の保険会社と年金管理会社の株式に、アメリカン・エクスプレスは対フィリピン債権を現地商業銀行の株式に転換した<sup>(7)</sup>。これは後に述べるベンチャー・バンキングの展開と見なすことができよう。さらに、第3の形態として、IFCが開発した「債務転換ファンド」がある。この仕組みは、IFCが民間銀行保有の債務国向け債権を集め、その債権を債務国の中央銀行で現地通貨に転換し、その資金で現地の民間企業の株式を購入し運用するというものである。民間銀行は放出した債権額に応じてファンドに持ち分を保有し、ファンドの運用益に応じて配当を受ける。こうして銀行債権は一種の株式投資信託に振替えられ、債務国の負担軽減と債務国企業への資金供給増大を実現するのである<sup>(8)</sup>。この形態は、第一の形態の直接投資型のエクイタイゼーションではなく、対外証券投資としてのエクイタイゼーションである。

こうして債務の株式化は途上国株式への先進国機関投資家の投資という形態に拡大していく。それ故、「途上国におけるエクイタイゼーションはセキュリティゼーションほど多くが語られているわけではないが、静かな革命になっている」<sup>(9)</sup>のである。エクイタイゼーションが静かな革命になっているのは、「今日の世界経済はもはやこれ以上、デット（負債）依存型の運営を続けられなくなっており、今後の発展のためには、エクイティ（株式資本）の役割を強化せざるを得なくなっている」<sup>(10)</sup>ことの反映であろう。

注目すべきは、「この特殊な革命がセキュリティゼーションや国際開発銀行との協調融資よりも、開発金融にとって一層基本的であり、かつ重要」<sup>(6)</sup>になりつつあるという評価が生まれていることである。途上国が必要なのは、定期的に利子が返済されねばならない一時的なデット・ファイナンスではなく、配当の支払いだけ

を義務づけられた恒久的なエクイティ・ファイナンスである、と言う認識に裏付けられている<sup>(7)</sup>。開発金融は1960年代には直接投資の形態で、70年代には銀行融資の形態で途上国に流入していた。だが、債務累積危機のなかで、銀行融資の減少と直接投資とその「新形態」<sup>(8)</sup>が見直されているもとで、80年代にはエクイティ形態での新たな展開が見られると総括できるかもしれない。世界銀行の姉妹機関であるIFC（国際金融公社）がエクイタイゼーションを主導しようとしており、OECDの開発センターがIFCおよびUNIDOと協力して、エクイティ形態での開発金融の流入を促進する方策を提言していることも<sup>(9)</sup>、エクイティ・ファイナンスの拡大を予測せしめる事例である。

筆者はすでに中長期輸出金融においてエクイティ・ファイナンスの徴候が見られることを指摘しておいた<sup>(10)</sup>。だが、エクイタイゼーションは単に貿易金融の一領域だけの問題ではなく、国際金融全体の中で論じなければならない課題になっている。そこで、本稿では、まず国際資金フローの変化のなかで途上国に資金が回らなくなっている現実を見た上で、それを打開するためにエクイタイゼーションが展開されていることを指摘し、最後にその意義と限界を述べることにする。

## I 国際資金フローの変化と 発展途上国

### 1. 国際金融市場の証券化

国際金融市場は、メキシコ債務危機が発生した1982年を境にして、大きく変貌を遂げ、いわゆるセキュリティゼーション（証券化）が進展している。セキュリティゼーションとは、明確な定義はないが、アメリカに端を発する貸付債権の証券形態での売却や債権それ自体の分売を意味しているが、国際金融市場においては、国際貸借における銀行融資から証券形態での融資への転化を指している。第1表に見られるように、1984年に43.7%であった証券形態の比率

第1表 国際金融市場の動向

(単位:10億ドル)

	1982	1983	1984	1985	1986(1)
変動利付債	15.3	19.5	38.2	58.4	54.8
その他債券	60.2	57.6	73.3	109.3	177.4
シンジケート・ローン	98.2	67.2	57.0	42.0	40.1
NIFおよびその他 バック・アップ・ファシリティ	5.4	9.5	28.8	46.8	26.0
合 計	179.1	153.8	197.3	256.5	298.3
参照項目					
非引受ファシリティとユーロCP	...	...	...	18.3	53.0
再交渉中のローン			5.0	21.1	20.3
債券貸付の返済	13.1	18.6	19.5	35.4	62.2
推定ネット債券発行	62.4	58.5	90.0	131.0	170.0
OECD借手のシェア	68.0%	70.0	75.8	81.4	89.0
ドル建借入のシェア	78.2%	69.1	69.6	64.3	61.1
証券形態のシェア	43.7%	54.5	65.3	79.5	84.2

(1) 1月から9月までの実数を年額に換算した推定値。

(2) 合併関係スタンド・バイと再交渉中のローンを除く。

(出所) OECD, [25], p.6

が、1983年に54.5%と過半数を突破し、1986年には84.2%の高率に達していることから、セキユリタイゼーションの進行は明らかである。言うまでもなく、このような証券形態の比率の上昇は、債務累積危機を契機に国際銀行資本がリスクの大きい途上国向け融資を縮小したことの反映であろう。シンジケート・ローンは、1982年の980億ドルから86年の400億ドルに下落したものである。シンジケート・ローンに替わって拡大したのは、変動利付債 (FRN) と NIF (ノート・イシュアンス・ファシリティ) と呼ばれる一種のスタンド・バイ・クレジットであった。ところが、この2つの形態の動向に変化が生じている。

まず、FRN は1982年から85年にかけて約4倍に急拡大を見せていたが、1986年に下落した。それに替わって、その他債券特に固定利付債が85年から86年に680億ドル増加し、借入額全体の約6割を占めている。そもそも FRN は、金利の上昇あるいは不安定な金利のために貸手が固定金利で長期に貸付けたがらない時に、

固定利付債に替わるものとして考案された。したがって、金利下降局面では FRN のメリットが薄れることは否定できない。今日、固定利付債が急増している一つの原因は、世界的な金利低下にもとめられることができよう。もう一つの原因は、金利・通貨スワップ取引の急拡大にあると言われている。すなわち、固定利付債とスワップの組み合わせによる調達では、LIBOR を大幅に下回るコストでの調達が可能にし、LIBOR 水準の金利を支払わなければならない変動利付債に対して、コスト面で優位にあるからである<sup>(11)</sup>。

次に、NIF およびその他のバックアップ・ファシリティが85年から86年に約210億ドル下落しているのに対して、長期引受コミットメントのないユーロ CP が同期間に347億ドル拡大した。NIF は、銀行が利用者に対して包括的な信用供与枠を与え、利用者が信用供与枠の範囲内で発行するユーロノートなどの短期証券による資金調達を保証するものである。具体的には、短期証券が売りさばけなかった場合、売れ

残った短期証券を銀行が購入したり、売れ残り分について銀行が貸出の形で資金供与をするという保証を、ファシリティ利用者に長期にわたって供与するわけである。NIF の供与を受けた利用者は、短期証券の発行を繰り返すことにより、実質的に中長期の資金調達が可能になる。これに対して、ユーロ CP プログラムは、一般的には NIF のような引受団による直接的な引受コミットがなく、銀行や証券会社などが発行者と投資家の間に一種の仲介人として介在するものである。したがって、ユーロ CP は長期の資金調達手段と見なされていない。ユーロ CP が増加したのは、NIF などの‘オフバランス・シート’取引の急増に対して、通貨当局が規制の強化に乗り出したため、銀行なども引受コミットのない取引を強化する必要があったからであろう<sup>(12)</sup>。結果として、国際金融市場での資金貸借は短期化していく。

さて、問題はこのような証券形態の資金を誰が利用しているのかである。第1表では、OECD 諸国の借入が、1986年に全体の89%を占めていることを示している。発展途上国の証券発行は1985年に100億ドルと前年の2倍になったが、86年は60億ドルに低下した。しかも、1985—86年の途上国の証券発行はアジアおよびヨーロッパの8ヶ国に集中し、途上国全体の発行額の80%を占めている<sup>(13)</sup>。このように全体として、途上国はセキュリティゼーションの恩恵を何等被っていない。

## 2. 国際銀行貸付の動向

第2表は IMF が作成した国際銀行活動の全体象、すなわち、世界各国の銀行の他国の銀行および非銀行に対する貸付と預金受取のフローの変化を示している<sup>(14)</sup>。この表からまずグロスの貸付額が1985年から86年にかけて拡大が続けていることが判る。それを先進国と発展途上国に分ければ、1985年に先進国は全貸付の76%を86年には79%を占めている。それに対して、オフショア・センターを除いた途上国には85年にわずか100億ドルしか流入せず、86年には遂

第2表 銀行資金のクロスボーダー・フロー<sup>1)</sup>

(単位：10億ドル)

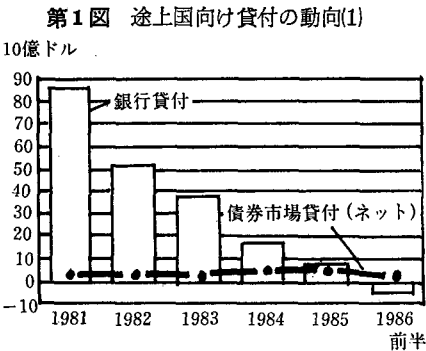
	1983	1984	1985	1986
<b>貸付</b>				
世界全体	159	190	254	487
先進国	100	130	190	387
アメリカ	40	36	55	84
日本	10	20	40	153
途上国	48	37	49	83
オフショア・センター <sup>2)</sup>	12	22	39	89
その他途上国	36	15	10	-5
その他取引	6	6	9	-6
分類不能	5	17	6	23
<b>参照項目</b>				
資本輸入途上国 <sup>3)</sup>	31	16	11	-4
15大重債務国 <sup>4)</sup>	11	5	-3	-3
<b>預金</b>				
世界全体	186	199	278	530
先進国	98	117	193	403
アメリカ	35	7	22	70
日本	15	12	42	114
途上国	56	42	78	116
オフショア・センター	34	19	54	127
その他途上国	22	23	24	-11
その他取引	10	3	8	-7
分類不能	22	37	-1	18
<b>参照項目</b>				
資本輸入途上国	27	24	20	2
15大重債務国	10	14	5	-7

(注)

- 1) 報告国の資産・負債残高にもとづいて算出されたもので、それを為替調整した。
- 2) パハマ、バーレーン、ケイマン、ホンコン、オランダ領アンティル諸島、パナマおよびシンガポール。
- 3) 全途上国からオフショア・センターと中東産油8ヶ国（イラン、イラク、クウェート、リビア、オマーン、カタール、サウジ・アラビアおよびアラブ首長国連邦）を除いた国。
- 4) アルゼンチン、ボリビア、ブラジル、チリ、コロンビア、コートジボアール、エクアドル、メキシコ、モロッコ、ナイジェリア、ペルー、フィリピン、ウルグアイ、ベネズエラ、ユーゴスラビア。

(出所) IMF Survey, June 15, 1987, p. 186.

に50億ドルの流出（返済）を示した。さらに、グロスの預金を見れば、オフショア・センターを除く途上国では110億ドルの引き出しを経験



(1) オフショア・センターを除く。  
(出所) [15], p. 43.

した。これは、途上国に新規融資が流入しないもとで、既存債務の利払いのために預金を取り崩していることを意味している。こうして、第1図のように、国際銀行貸付においても、国際債券市場と同様に、途上国への資金流入の下落傾向は進行している。

途上国への銀行貸付の動向について、もう一つの資料を見ておきたい。1986年に途上国への

資金流入よりも流出が上回ったが、絶対額で流入が途絶している訳ではない。第3表は、日本、アメリカ、西独、イギリスの4カ国について、過去2年間の融資残高を示している。4カ国とも先進国向けの増加率が途上国向けの増加率を上回り、途上国のシェアが減少している点に変わりはないが、途上国向け融資残高自体では、2年間に日本で58.4%、西独で49.6%、それぞれ増加したのに対し、イギリスとアメリカではそれぞれ4.7%、12.3%の減少となっている。アメリカが途上国全域で融資残高を減少させているのに対し、日本は中南米以外の途上国全域で先進国向け以上の増加率となっている点で、好対照をなしている。金額で見れば、アメリカは途上国融資を2年間に174億ドル減少させたのに対して、日本は251億ドル増加させた。アメリカの裏庭である中南米に対してアメリカは44億ドル減少させ、日本は61億ドル増加させた。このように、米銀の問題債務国向け融資の邦銀による肩代わりが進行している。もち

第3表 民間金融機関の地域別融資残高  
(単位：億ドル、下段 ( ) 内は融資残高合計に占めるシェア、%)

	日 本			アメリカ			西 ド イ ツ			イギリス		
	86年 9月末	84年末	増加率	86年末	84年末	増加率	86年末	84年末	増加率	86年末	84年末	増加率
先 進 国	623 (40.7)	350 (38.9)	(77.9)	1,858 (47.0)	1,817 (44.8)	( 2.3)	2,551 (73.0)	1,153 (66.3)	(121.2)	1,069 (55.1)	703 (45.2)	( 46.1)
発 展 途 上 国 (ソ連・東欧を含む)	681 (44.5)	430 (47.7)	(58.4)	1,237 (31.3)	1,411 (34.8)	(▲12.3)	629 (17.8)	420 (24.2)	(49.6)	600 (30.9)	630 (40.6)	(▲ 4.7)
ア ジ ア	198	102	(94.0)	266	340	(▲21.8)	123	80	(55.1)	102	101	( 1.0)
中 南 米	321	260	(23.6)	838	882	(▲ 5.0)	204	150	(36.0)	309	301	( 2.6)
中 近 東	8	4	(99.5)	45	79	(▲43.0)	57	37	(53.6)	50	52	(▲ 3.0)
ア フ リ カ	37	19	(96.2)	50	65	(▲23.1)	83	54	(35.4)	69	113	(▲ 3.6)
ソ 連 ・ 東 欧	116	45	(158.4)	40	44	(▲ 9.1)	153	92	(65.4)	73	64	( 14.5)
オフショアセンター	97	51	(90.8)	656	656	( 0.0)	279	145	(92.3)	255	206	( 23.8)
国際機関・その他	130	70	(85.6)	203	173	( 17.3)	47	29	(66.1)	17	14	( 19.8)
合 計	1,531	901	(69.9)	3,955	4,057	(▲2.5)	3,497	1,739	(101.0)	1,941	1,553	( 25.0)

(注) 日本は中長期のみ  
(出所) [47], 10ページ。

ろん、西独の残高も増えているが、先進国向けの増加が著しい反面、途上国向けが全体の2割に満たない点で、日本と比べて先進国向け融資に傾斜している。

以上のことから、最近の途上国向け融資の減少の要因は、他国に比べてはるかに大きな融資を持つアメリカがその残高を2年間で12.3%も減少させたことに求めることができよう<sup>(15)</sup>。

### 3. 国際金融市場の構造変化

以上述べてきたことは、国際資本市場においても、国際銀行貸付においても、先進国が主役の座を占め、発展途上国はほとんど資金へのアクセスを断たれていることであった。途上国の債務累積の原因である銀行資金の過度の貸付は、ユーロ市場に流入したオイルマネーを原資とするものであった。すなわち、OPEC諸国の経常収支黒字が、ユーロ市場を経由して非産油途上国の経常収支赤字をファイナンスしたのである。ところが、1982年以降世界の経常収支パターンは大きく変化した(第4表)。まず何よ

モルガン銀行月報はかつて次のように論じた<sup>(17)</sup>。途上国の赤字は主として銀行借入によってファイナンスされた。それはOPECの投資家が銀行預金を基本的に選好したことに対応している。それに対して、アメリカの赤字は証券発行による資金で埋め合わされており、これは日本およびヨーロッパ諸国の機関投資家が市場性のある証券に投資するのを好むことと対応している、と。つまり、黒字国の投資行動と赤字国のファイナンス方法がうまく対応していると言うのである。

確かにアメリカの資本収支を見れば、1984年から証券投資が銀行取引を上回り、経常収支赤字ファイナンスの主役になり、1986年には60%を占めるに至っている。それに対して、日本の対外証券投資は1983年以後急増し、1986年には前年の1.7倍の1,021億ドルに達したが、その内対米証券投資は株式で71.5%、債券で94.8%と圧倒的部分がアメリカ向けであった<sup>(18)</sup>。ちなみに、アメリカの資本流入総額のうち、日本の占める割合は86年に24.4%に上昇している。このような基本的数値を見る限り、アメリカの経常収支赤字は日本からの証券投資によって多くの部分をファイナンスされていると見なしてよからう。そうだとすれば、アメリカの国際収支ファイナンスは国際金融市場を経由することなく、日米二国間の直接的資金フローによって調整されていることになり、モルガン銀行の月報の指摘と合致する。

これに対して、同じく経常収支黒字国である西ドイツの国際収支構造はどうであろうか。1986年の経常収支は778億マルクの黒字で前年の2倍に増大している。さらに、長期資本収支も前年の65億マルクの流出から412億マルクの流入に転化した。長期資本収支が黒字になったのは、西ドイツの外貨債とりわけドル債投資が前年に比べて半減したこと、および外国のマルク債投資が増加したこと起因する。したがって、基礎収支は1,190億マルクの黒字になった。この巨額の黒字を西ドイツの銀行と企業は主としてユーロ銀行に預金した<sup>(19)</sup>。すなわち、短

第4表 世界の経常収支パターン

(単位: 億ドル)

	先進国	米国	日本	欧州	産油途上国	非産油途上国
1974~76	-256	242	-17	-283	1,354	-932
1977~78	3	-300	285	190	246	-534
1979~81	-1,073	75	-147	-720	2,144	-2,181
1982~85	-1,620	-2,694	1,116	281	-559	-1,625

(注) 1. 左欄の期間中の累積。82~85年については一部OECD推定を含む。

2. 先進国、途上国等の分類はIMFによる。

(出所) [58], 28ページ。

りも、産油途上国の経常収支が赤字に転落したことである。これによって、1970年代に国際金融市場の主要な構成員であった産油国と非産油途上国の両方が舞台の外に去った。これに代わって、日本が最大の黒字国、アメリカが最大の赤字国に転化した。そこで、国際収支ファイナンスのための資金フローは変化せざるを得ない<sup>(16)</sup>。

期資本収支は1,067億マルクの赤字を示したのである。このことは、西ドイツがインターバンク市場への資金の出し手であることの根拠である。日本が経常収支の黒字を上回る長期資本収支の赤字を出していること、しかも長期資本が主としてアメリカの証券に向かっていることと全く対照的な姿である。ドル相場下落と金利差縮小のために、西ドイツが対米証券投資を減らしたのは、極めて自然な行為である。この点でも、日本の特異な投資行動が目立つのである。ともあれ、西ドイツの行動は、モルガン月報の指摘とは異なって、1970年代の OPEC の投資行動と類似しており、それ故、国際金融市場を通じた資金循環という従来のパターンを示していると言ってよい。

さて、2大黒字国の一方が対米証券投資を通じて、他方がユーロ市場への放出を通じて、資金を還流させていること、さらに国際金融市場は、証券化の進展の中で、ますます先進国間の短期の資金融通の場に転化していることを全体としてどう把握すればよいのだろうか。日独の黒字の絶対額を比べれば圧倒的に日本の方が大きいことから、とりわけ日米間の資本移動と国際金融市場が切り離されて別個に存在しているのかどうか問題になる。その答えのヒントは日本の対外証券投資が経常収支の黒字額を超えている点にある。例えば、1986年の経常収支の黒字は860億ドルであるのに、対外証券投資は1,021億ドルで、161億ドル超過している。この超過分は国外で調達されなければならない。日本が国際収支黒字国でありながら、インターバンク市場でネットの借手になっているという奇妙な現象は、実は、このような日本の投資構造を反映していたのである<sup>(20)</sup>。したがって、今日の国際金融市場は、70年代の〈OPEC→ユーロ市場→非産油途上国〉という資金の流れを媒介する場から、証券発行を通じた先進国間の短期資金の循環とインターバンク市場資金を利用した日米間の資金フローの結合形態に構造変化したのである。繰り返すが、発展途上国は国際金融市場からまったく疎外されたままである。

## II 対外証券投資とエクイタイゼーションの展開

### 1. 途上国証券市場の形成と IFC

銀行融資および債券発行というデッド・ファイナンスの流入が縮小している下で、途上国は新たな資金源として先進国の巨額の資本市場資金に着目し、その資金の途上国株式への投資という形でエクイティ・ファイナンスの導入を策している。そのためには、途上国の金融市場の整備と非銀行金融媒介機関の育成が不可欠であるが、多くの途上国はこれまで金利規制、外国為替政策および租税政策などを通じて、金融市場の発展を差別してきた。途上国金融市場の組織化と国際化を援助し、対外証券投資のフローを促進することを目的とする IFC の資本市場部が、先進国機関投資家と途上国証券市場を結び付ける媒介になろうとしているのは、このような状況の下においてである。

#### (1) 途上国証券市場の成長

「出現しつつある市場 (Emerging markets)」と称される途上国証券市場には少なくとも3つの種類がある。第1に、比較的古くから設立された市場で、ギリシア、スペイン、アルゼンチン、チリ、インド、ジンバブエ、ポルトガル、メキシコおよびブラジルが含まれる。歴史的にこれらの市場の多くは、株式資本を調達するうえで重要な役割を果たさなかった。だが最近ブラジルやメキシコで変化が生じている。第2はホンコンやシンガポールあるいはヨルダンのようなその地域の中心的センターとして発展した市場である。第3に、経済成長を促進あるいは加速化するために政府によって最近組織された市場で、韓国やフィリピンがここでの成功者である<sup>(21)</sup>。

これらの市場に先進国からの投資がこれまでほとんどなされていなかったのは、①市場が小さく、流動性に乏しいこと、②多くの企業の閉鎖性の故に取引量が限定されていること、③途

第5表 1970年代における途上国証券市場の成長

	市場時価総額 100万ドル			取引量 100万ドル		
	1969	1980	成長率(%)	1969	1980	成長率(%)
ア ジ ア						
ホ ン コ ン	15,373 <sup>a</sup>	41,862	172	1,861 <sup>a</sup>	12,593	577
韓 国	284	3,828	1,248	60	1,865	3,000
シンガポール	1,100	26,788	2,335	770 <sup>a</sup>	3,654	374
タ イ	327 <sup>b</sup>	1,240	279	50 <sup>b</sup>	320	540
中 東						
ヨ ル ダ ン	852 <sup>c</sup>	2,500 <sup>d</sup>	193	17 <sup>c</sup>	224 <sup>d</sup>	1,218
ラテンアメリカ						
アルゼンチン	739 <sup>e</sup>	3,881	425	76	1,115	1,367
ブラジル	NA	16,500	—	574	2,807	389
チ リ	161 <sup>f</sup>	9,400	5,738	8 <sup>e</sup>	1,510	18,000
メ キ シ コ	1,249 <sup>g</sup>	18,000	1,341	116	3,266	2,715
a1972, b1976, c1978, d1981, e1966, f1963, g1971						

(出所) [41], p. 14.

上国のたいていの企業は国際的基準から見て小さいこと、④為替管理、対外投資規制および税制という投資の障害があること、⑤適切な株式分析のために必要な市場情報に乏しいこと、⑥政治リスクと通貨リスクが市場要因を複雑にすることなどの理由からであった<sup>(22)</sup>。

途上国証券市場の成長は1970年代に生じた。株式市場の規模は、通例、市場の時価総額、上場企業数および取引量で計られる。市場の時価総額は、全上場株式を時価で評価した額である。1970年代における途上国証券市場の成長(第5表)を見れば、取引量においても市場の時価総額においても、多くの途上国が年率2桁成長を遂げていることを示している。とりわけ、韓国、シンガポール、チリ、アルゼンチン、メキシコが著しい成長を遂げている。次に第6表を参照しながら、途上国株式市場の概況を見よう。市場の時価総額で計れば、19カ国の主要な途上国株式市場の規模は、1983年末で1,330億ドルになる。これは、世界の株式市場全体の4%、アメリカ以外の市場の10%、全ヨーロッパ市場の26%を占めている。香港・シンガポールというアジア NICs の2カ国を除いて

も、残り17カ国の市場規模は全ヨーロッパ市場の15%に達しており、もはや無視できる存在ではなくなっている。国別では、アメリカ、日本、イギリスの世界の3大証券市場とは比ぶべくもないが、決して考えられているほど小さいものでもない。例えば、シンガポール(400億ドル)は全米第二位の取引所であるアメリカ証券取引所(576億ドル)やジュネーヴ(425億ドル)、パリ(381億ドル)の市場に匹敵し、アムステルダム(337億ドル)、ミラノ(209億ドル)およびストックホルム(302億ドル)を上回っている。また、マレーシア、ブラジル、台湾の市場は、ヨーロッパのマドリッド、ブリュセル、コペンハーゲンと十分に対抗できる規模である<sup>(23)</sup>。

市場の時価総額に占める取引量すなわち回転率は、ヨーロッパやアメリカの市場の平均回転率である15~30%を上回るか、それと同水準を保っている。途上国の数値は、ラテン・アメリカやシンガポールにおける市場外取引を含んでいないので、若干過少評価されていると思われるが、台湾および韓国の回転率は50%を超えており、日本よりも高い。世界平均率のなかに



第6表 途上国株式市場の規模(1983年)

	市場時価総額 (10億ドル)	取引量 (100万ドル)	上場株
香 港	17.9	6,000	219
シンガポール	40.4	4,630	118
マレーシア	22.7	302	204
ブラジル	13.1	4,852	1,099
メキシコ	3.0	761	215
インド	8.0	3,000 <sup>3)</sup>	3,358 <sup>3)</sup>
台 湾	8.7	3,433	115
韓 国	4.0	1,565	328
チ リ	3.0	50	212
ヨルダン	2.9	370	109
ベネズエラ	2.7	82 <sup>3)</sup>	73
タ イ	1.5	310	85
パキスタン	1.2	—	328
コロンビア	1.0	55	193 <sup>3)</sup>
フィリピン	0.7	619 <sup>2)</sup>	200 <sup>2)</sup>
アルゼンチン	1.4	388	238
ジンバブエ	0.3	71 <sup>3)</sup>	62
ケ ニ ア	0.2	—	55
インドネシア	0.3	—	18
合 計	133		
世界全体	2,983.2		
アメリカを除く全体	1341.5		
全欧州市場	507.6		

(注) 1) 1980, 2) 1981, 3) 1982.

(出所) [41], pp. 18~21より作成

は、フィリピン、アルゼンチン、タイ、シンガポール、メキシコ、マレーシアが含まれている。途上国証券市場の回転率が比較的高いとはいえ、実際に取引されているのは少数の株式である。この数は、小市場の5—10株から主要市場の25—50株の範囲である。IFCの資料によれば、1980年に12の途上国市場で活発に取引された10—25の株式が全取引量の60—80%を占めていた<sup>(24)</sup>。

## (2) 先進国投資資金と国際分散投資

さて、問題はこのような生成途上にある途上国証券市場に、先進国の投資家が投資をするかどうかである。先進国の投資資金の動向から見ていこう。アメリカの分散投資は、1974年の従

業員退職金保護法(ERISA)を契機に始まった。ERISAは、年金資金の受託者に保有ポートフォリオの分散を促した。1980年に年金基金4,500億ドルのうち100億ドルが海外資産に投資されていた。このうち約30%が外国株式への投資であった<sup>(25)</sup>。1986年には年金基金からの海外投資は500億ドルに上昇し、海外投資の大部分(1986年では95%)が株式に向っている<sup>(26)</sup>。もう一つの機関投資家である生命保険の資産運用は、主として債券投資であり、外国株への投資は少ない。というのも、生命保険資金による海外資産保有は総額の1%以下に制限されているからである<sup>(29)</sup>。イギリスの機関投資家による海外資産保有は、1979年まで重要ではなかった。生保資産における海外資産の割合は、3%から6%の間であり、年金基金では3%から7%の間であった。それが1984年末には、生保資産の12%、年金基金資産の14%が海外資産になった。この急速な上昇は1979年の為替管理の撤廃に影響されている。海外資産の大半は株式である<sup>(28)</sup>。ただし、生保資産による途上国株式への投資は、香港、ブラジル、ヨハネスブルグ、クアラルンプール、メキシコおよびシンガポールの株式に制限されている<sup>(29)</sup>。日本の対外証券投資残高に占める機関投資家(生損保、投資信託、銀行の信託勘定を含む)の比率は、1986年に41%になり、前年よりも10%も増加した。大手機関投資家による対外証券投資が拡大し続けているのは、一つには運用資産が全体として著しく増加していること、もう一つは資本流出規制の緩和によって、生保・損保の対外証券投資残高が総資産の10%から30%に拡大されたことである。1986年の運用資産残高における外国証券の割合は生保・損保とも10%を占めている。対外証券投資のうち株式の割合は1985年平均で1.83%にすぎなかったのに、86年平均では7.04%にまで上昇している<sup>(30)</sup>。西ドイツにおいても対外株式および投資ファンドへの投資が1986年に51億マルクに上昇し、対外証券投資の24%を占めるに至っている。その他の国では、年金基金のうちイタリアが7%、スイスが

第7表 途上国証券市場の投資収益率 (1976-83)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	平均年 変化率 1976-83
途上国市場									
アルゼンチン	147.0	-43.6	79.9	233.6	-72.2	-54.5	66.2	124.5	18.7
ブラジル	1.3	11.9	-6.0	-12.5	4.1	9.0	-19.9	97.4	6.6
チリ	103.4	146.3	56.3	131.6	92.7	-48.3	-52.1	-18.4	27.7
ホンコン	40.0	-11.0	18.0	80.0	71.0	-16.0	-42.0	-8.6	9.2
インド	34.1	13.7	51.2	21.1	42.3	23.8	-5.9	6.0	22.0
ヨルダン	—	—	53.4	27.7	21.5	35.0	8.0	-7.0	19.9
韓国	72.4	114.2	23.7	-13.0	-26.5	40.2	7.9	7.4	21.5
メキシコ	19.1	22.3	127.8	96.3	17.7	-46.8	-79.8	170.2	-0.6
シンガポール	14.0	6.0	52.0	-12.0	29.0	15.0	-1.0	29.2	15.0
タイ	0.4	187.7	43.2	-40.7	-12.9	-19.2	21.1	9.7	12.3
ジンバブエ	13.2	3.1	-6.9	178.7	30.4	-56.7	-32.4	-7.9	0.8
先進国									
アメリカ	23	-8	6	14	29	-4	21	20	13.5
日本	25	15	52	-12	29	15	-1	23	16.8
累積収益									
Capital International world index	114	116	136	152	192	184	205	250	12.1
IFC emerging market index	134	196	304	514	645	593	412	617	25.5

(出所) [12], p. 135.

35%, オランダが41%, ベルギーが24%を海外に投資している<sup>(31)</sup>。

主要国の機関投資家の投資行動の大まかな観察から、彼らが対外投資を拡大しつつあり、しかも外国株式への投資比率を高めていることがわかる。しかし、その圧倒的部分が先進国向けであることは疑う余地がない。しかし、最近の世界的低金利と株高の下で、特にアジア NICs 株への外国投資が増えていることも事実である<sup>(32)</sup>。一般に、先進国機関投資家が途上国株式をポートフォリオに組み込むのは、高収益とリスク分散を目的としている。第7表は途上国証券市場の投資収益を示しているが、アメリカ証券市場の1976-83年平均収益率13.5%を上回っている国は、アルゼンチン、チリ、インド、ヨルダン、韓国およびシンガポールの6カ国に

及んでいる。国際分散投資は諸市場間の収益の相関性の低さからも有利であるといわれる。つまり、広く分散されたポートフォリオを保有することによって、たとえ証券の一部が極めてリスクであっても、ポートフォリオの全体的リスクは低下し、期待収益は増加するという理論である。1960年代には、先進国間の投資収益の相関性は低かったが、これらの市場の統合化と相互依存性が高まるにつれて、先進国間の分散投資のメリットは薄れた。それに対して、先進国と途上国との間の相関性は、第8表に見られるように、先進国間の相関性と比べて低い数値をしめしている。このことは、分散投資に途上国証券を組み込むことによって投資リスクは実質的に減少しうることを意味している<sup>(32)</sup>。こうして、先進国機関投資家の豊富な資金と国際

第8表 投資収益の相関係数(1976-80)

	アメリカ	日本	カナダ	イギリス	ドイツ	スペイン	フランス	ホンコン	シンガポール	アルゼンチン	ブラジル	チリ	ギリシア	ヨルダン	韓国	メキシコ	タイ	ジンバブエ
アメリカ	1.0																	
日本	0.151	1.0																
カナダ	0.641	0.144	1.0															
イギリス	0.380	0.326	0.459	1.0														
ドイツ	0.380	0.415	0.258	0.358	1.0													
スペイン	0.110	0.232	0.188	0.258	0.111	1.0												
フランス	0.369	0.533	0.493	0.507	0.428	0.152	1.0											
ホンコン	0.274	0.434	0.218	0.390	0.344	0.217	0.330	1.0										
シンガポール	0.419	0.446	0.423	0.404	0.343	0.265	0.371	0.732	1.0									
アルゼンチン	-0.019	-0.109	0.244	-0.129	-0.229	0.025	-0.070	-0.006	-0.026	1.0								
ブラジル	-0.033	0.022	0.052	0.221	0.012	-0.108	0.112	0.064	0.166	0.214	1.0							
チリ	-0.176	-0.067	-0.041	-0.170	-0.048	-0.078	-0.137	-0.148	-0.086	0.186	0.071	1.0						
ギリシア	-0.009	0.224	0.016	0.294	0.370	0.041	0.040	0.146	0.216	0.006	0.100	0.060	1.0					
ヨルダン	0.342	0.245	0.369	0.255	0.213	0.116	0.420	0.051	0.266	-0.168	0.114	0.040	0.183	1.0				
韓国	0.229	0.169	0.133	0.205	0.319	-0.173	0.245	-0.079	0.114	-0.228	0.097	-0.037	-0.027	0.079	1.0			
メキシコ	0.223	0.224	0.210	0.406	0.199	0.199	0.187	0.254	0.278	0.081	0.071	-0.051	0.038	0.113	0.040	1.0		
タイ	-0.358	0.083	-0.307	0.038	0.277	-0.046	-0.021	-0.097	-0.024	-0.216	-0.090	-0.152	0.219	-0.158	0.102	-0.066	1.0	
ジンバブエ	0.002	-0.034	0.040	-0.043	0.037	0.286	-0.099	-0.005	0.081	-0.024	-0.021	0.105	0.079	-0.242	-0.168	-0.040	-0.132	1.0

(出所) [8], p. 54

投資の比重上昇傾向に加えて国際分散投資の高収益性は、途上国証券市場への投資資金の流入を増大させる潜在性を秘めている。この潜在性を現実化することこそ、IFC の存在意義の一つなのである。

### (3) 途上国投資ファンドと IFC

途上国株式への投資を促す窓口になっているのが、貸付信託の一種の投資ファンドであり、IFC がその設立に関与している。最初に現れたのは1981年6月のメキシコ・ファンドで、メキシコ以外の投資家に初めてメキシコ株式に投資するのを許した。メキシコ・ファンドはアメリカ証券取引所と全米証券取引委員会 (SEC) に登録され、1億5,000万ドル相当のメキシコ株がアメリカの投資家に売り出された。しかしながら、このファンド導入後まもなく、世界的な原油価格の下落のために、メキシコ経済は不況に陥り、株式市場は低迷し、さらにペソの切り下げが続く、メキシコ・ファンドの資産価値は著しく低下した。1987年に入って、株価が2ドルにまで低下したことから、全発行済み株式数の10.2%にあたる200万株が買い戻されることになった<sup>(34)</sup>。

メキシコに遅れて1981年11月に韓国の2つのセミ・オープン・エンドの投資信託 (コリア・トラストとコリア・インターナショナル・トラスト) がユーロ株式市場に登場した。このファ

ンドは総額3,000万ドルで、最低投資単位を10,000ドルに設定し、機関投資家と個人を対象に売り出された。これによって、それまで外国投資家に閉ざされていた韓国証券市場はその開放の第一歩を印した。第二段階として、1984年にコリア・ファンドが設立され、アメリカのSEC に登録され、ニューヨーク証券取引所に上場された。このファンドは前者と異なって資金を追加しないクローズド・エンドであった。通常、ファンド資産の最低80%が韓国の上場株に投資されることになっていた。IFC はこのファンドの設立時から、アメリカの金融機関であるファースト・ボストン、シェアソン・リーマン、アメリカン・エクスプレスとともに引受に参加している。1986年には2回目の売り出しがあった<sup>(35)</sup>。

メキシコ、韓国以外にも、ブラジル・シンガポール、タイ、フィリピン、インド向けにも同様の小額のファンドが存在するが、特定国向けという地理的限界を克服し、多くの途上国に分散投資することによって、投資家を引きつけるために開発されたのが、「株式市場育成基金」 (Emerging Markets Growth Fund Inc.) である。1986年に設立され、5,000万ドルを私募形式で売り出した。IFC がそのうち870万ドルに投資したのをふくめて、先進7カ国の12の金融機関が引受に参加している。言うまでもなく、先進国の資金を途上国に還流させるのが狙いで

ある。組み込まれるのはアルゼンチン、ブラジル、韓国、タイ、マレーシア、チリ、メキシコ、フィリピンおよびインドの9カ国の市場に上場されている25の企業の株式で、成功すれば、将来的にファンドの販売規模を5億ドルにまで拡大する予定である<sup>(36)</sup>。

これに次いで、1986年9月に、IFCはより規模の大きい途上国株式への投資計画—投資元本回復保証方式 (the guaranteed recovery of investment principal: GRIP)—を公表した。GRIPは、投資家が直接株式投資するのではなく、機関投資家の資金をIFCがいったんプールし、これを途上国の実態に詳しいIFCが株式投資するというものである。これによって、投資に伴うリスクを減らすことができる。IFCは機関投資家から手数料をとり、株式投資による値上がり益や配当などを機関投資家との間で配分する。投資先の企業が経営不振に陥り、株式が大幅に値下がりした場合でも、IFCは手数料や値上がり益などを原資にして機関投資家に対して投資した金額の元本を保証する。この計画が成功すれば、今後5年間で約400の事業に対して70億ドル以上の先進国からの資金還流が可能になるのではないかと予測されている<sup>(37)</sup>。

このように、IFCは途上国に対するデット・ファイナンスからエクイティ・ファイナンスへのシフトを媒介するための活動に徒事している。冒頭に述べた「債務転換ファンド」の登場も、これまで述べてきた諸手段の一環として位置づけられるのである。

## 2. ベンチャー・バンキングとエクイティ・ファイナンス

### (1) ベンチャー・バンキングとベンチャー・キャピタル

OECD 開発センターは債務累積危機が勃発したまさにその年から、IFC および UNIDO (国連工業開発機構) と協力して、銀行融資に代わって「出資証券 (equity instruments)」<sup>(38)</sup> 形態で開発金融を提供する方法を検討していた。その中で、投資ファンド以外に、途上国に

株式投資の形でエクイティ・ファイナンスを提供するもう一つの手段として、ベンチャー・キャピタルとベンチャー・バンキングが注目されている。ベンチャー・キャピタルに比べて、ベンチャー・バンキングというのは聞き慣れない用語であるが、通常商業銀行によって行われるベンチャー・キャピタル投資を意味している。そこで、ベンチャー・バンキングの前提として、ベンチャー・キャピタルについて述べておこう。

ベンチャー・キャピタルとは、高度な専門的知識・能力を発揮して創造的・冒険的経営を行う小企業 (ベンチャー・ビジネス) に投融資する事業を行う企業のことである。ベンチャー・キャピタルの発祥地であるアメリカでは、1950年代後半と60年代後半の2度のブームを経て、80年頃から第3次のブーム期に入っている。1980年には45億ドルであったベンチャー・キャピタルの運用資金はその後急増し、85年には200億ドル近い水準に達した。またベンチャー・キャピタルの企業規模も大型化し、資金量が5億ドルを超す企業が4社になっている<sup>(34)</sup>。

通常、上場企業の株式を引受・販売するのは投資銀行の役割である。しかし、多くの小企業はその株式が未上場のため、公募による一般投資家からの資本調達ができない。株式公開をする用意はないが、そのような企業はエクイティ・ファイナンスを必要としている。このような場合に、外部の専門的投資家が必要とされる。投資銀行は、未上場企業の投資家 (ベンチャー・キャピタリスト) として、有益な役割を演じることができる。投資銀行は、独立したベンチャー・キャピタル会社を設立するか、ベンチャー・キャピタル・ファンドを管理する部門を設置して、ベンチャー・キャピタル事業に乗り出すのである。ベンチャー・キャピタル会社やベンチャー・キャピタル・ファンドの目的は、リスク資本型の金融を提供することである。リスク資本は、株式—普通株と優先株—形態あるいは転換社債のような準株式形態で存在する。典型的には、ベンチャー・キャピタル・ファン

ドは少数株を受取り、日々の管理に参加せず、長期間の投資に携わる。しかしながら、この点がベンチャー・キャピタルの特徴であるが、永遠に株主でいることを意図しているのではなく、投資の究極の目的を企業が成長した後のキャピタル・ゲインの獲得に置いているのである<sup>(40)</sup>。投資資金の回収したがってキャピタル・ゲイン獲得の方法は、株式市場の状況がよい時には企業公開に、株式市場の状況が悪い時には M&A (合併・買収) に依存している<sup>(41)</sup>。ベンチャー・キャピタルがポートフォリオ投資の一環である所以である。

ベンチャーキャピタルは、収益性の高さを求め、かつ投資先企業の外国販路を確保するために国際活動に乗り出しているが、国際フローの大半は先進国間で生じているにすぎない。アメリカでは資金源の18%が海外から流入しているのに対して、EEC では、全資金の8%が EEC 加盟国から、8%が EEC の外から流入している。実数で見れば、1984年に、約7億ドルがヨーロッパからアメリカに流入し、逆にアメリカからヨーロッパに約1億2,500万ドルが流入した。結果として、ヨーロッパからアメリカへの資金の純流出が生じている。1985年前半も同じ傾向が続き、3億5,000万ドルがアメリカに流出した<sup>(42)</sup>。

ベンチャー・キャピタルの途上国への流入には、いくつかの障害がある。何よりも、ベンチャー・キャピタル投資の目的がキャピタル・ゲインの獲得にあるならば、途上国の証券市場の発達度が問題になる。投資先企業が成熟しても、株式公開できる証券市場がなければ、株式売却益を実現することができないのである。あるいはキャピタル・ゲインが実現できたとしても、それに対する税率が高ければ、ベンチャー・キャピタルの流入は期待できない。さらに決定的なのは、外国投資家に高成長の機会を提供する現地企業の数が圧倒的に少ないことである<sup>(43)</sup>。このような障害を取り除くために、この分野でも IFC が積極的に関与しているが、途上国へのベンチャー・キャピタルの流入が量

的に拡大するのは今後の課題であるといつてよからう。

## (2) 直接ベンチャー・バンキング

ベンチャー・キャピタル以上に今日注目に値するのは、ベンチャー・バンキングである。というのは、債務の株式化の一つとして債権銀行が債権の一部を現地投資に転換する事例が出てきているからである。この場合、銀行が製造企業に投資する形態を直接ベンチャー・バンキングと呼び、債権銀行が一旦現地の金融機関に出資し、その機関が次に現地の企業に投資する形態を間接ベンチャー・バンキングと呼んでいる。直接ベンチャー・バンキングには、現地の公営企業あるいは民営企業への融資および多国籍企業の現地子会社への投資を含まない<sup>(44)</sup>。ベンチャー・バンキングに関する文献は極めて少ないので、以下では限られた資料にもとづいてアメリカのベンチャー・バンキングについて考察する。

アメリカ商業銀行の海外活動はエッジ法会社を抜きに語ることはできない。エッジ法は1919年に制定された。連邦準備法第25条を修正する法律であった。ニュージャージー州選出上院議員エッジが法案を提出したことから、エッジ法と呼ばれている。この法律によって、アメリカの銀行は本社所在州以外に国際銀行活動を営む会社を設立することが可能になった。この会社がエッジ法会社と呼ばれるものである。エッジ法会社はレギュレーション K によって規制された。レギュレーション K は、エッジ法会社の業務を海外銀行業務と海外金融業務に区別していたが、1963年に改正され両者の形式的区別は除去された。これによって、エッジ法会社は一般銀行業務から金融ないし投資的性格の業務にいたるまでの、多くの国際金融活動に従事できるようになった<sup>(45)</sup>。直接ベンチャー・バンキングという視点から見れば、エッジ法会社と親銀行との決定的相違は、前者が外国の非銀行株式にも投資できることであった。したがって、アメリカにおける直接ベンチャー・バンキングは

エッジ法会社を通じて始まった。

1960年代の米銀によるベンチャー・バンキングは、投資受入国にとって利益があり、同時に、アメリカの輸出貿易を増やす産業の開発ベンチャーに重点が置かれていた<sup>(46)</sup>。このような投資は、通常支配権獲得を意味しないが（総株式の25%以下）、場合によっては経営管理には携わっていた。この点で、支配を求める直接投資と区別される。ベンチャー・バンキングが対外証券投資に分類される所以である<sup>(47)</sup>。直接ベンチャー・バンキングの多くは IFC が融資しているプロジェクトに参加するという形で、外国金融機関あるいは非銀行法人に株式投資していた<sup>(48)</sup>。だが、ベンチャー・バンキングは「大海の一滴」にすぎなかった。その原因を OECD の研究は、初期の投資の貧弱な成果に求めている。加えて、商業銀行が企業管理の技術に欠けていたこと、途上国のベンチャー・キャピタル投資に付きまとう証券市場の非流動性という困難も原因にあげている<sup>(49)</sup>。

1970年に、米銀のベンチャー・バンキングにとって重要な変更が加えられた。すなわち、銀行持株会社法が修正され、投資を銀行に限定する制限が撤廃されたのである。これによって、これまでエッジ法会社を通じてしか直接ベンチャー・バンキングを展開できなかった米銀が、これからは自ら直接行えるようになったのである。しかし、主要米銀の資産500億ドルから1,000億ドルに比べて、海外のベンチャー・バンキングの総資産はまだ1,500万ドル以下にすぎない。その理由は、銀行が規模の経済から利益を得るために、大規模な操業を好み、管理コストを下げることを指向しているのに、ベンチャー・バンキングはまったく逆であり、銀行は投資を管理するために、その国に熟練した人物を配置しなければならないからである<sup>(50)</sup>。

こうして、直接ベンチャー・バンキングをつうじたエクイティ・ファイナンスの提供は、まだ量的に少なくせいぜい途上国の資金需要の限界的役割を演じるにすぎないであろうと予測できる。しかし、「伝統的にエッジ法会社の投資

は、主としてアメリカ輸出貿易の増加を助成するために行われた」<sup>(51)</sup> という指摘に依拠すれば、ベンチャー・バンキングが、投資受入国へ新規の生産設備を導入する役割を果たすなら、銀行はベンチャー・バンキングを拡大するかもしれない。これは、銀行による現地企業への出資が銀行所在国の資本財輸出を金融している形である。今日、資本財輸出金融は従来の貸付金融に出資金融が加わって、貿易金融のハイブリッド化が進展していることから見て、このようなベンチャー・バンキングの利用は十分可能である<sup>(52)</sup>。

さらに、米銀による直接ベンチャー・バンキングが拡大する可能性が生じてきた。1987年8月12日に、アメリカ連邦準備制度理事会は、米銀の途上国債権を相手国の企業の株式に転換することを承認した。対象となる企業は金融関連会社に止まらず、一般の事業会社も認め、株式の100%保有もできる。これまでの規制では、金融系企業には100%出資もできるが、非金融系では出資比率は20%までとされており、今回の措置はこれを大幅に緩めたものである。100%出資となると直接投資に分類されるべきかもしれないが、株式保有の対象となる企業は、原則として5年までに限り、その間に転売先を見つけることを要求されている点から、この措置は銀行によるベンチャー・ビジネスであり、直接ベンチャー・バンキングの展開と考えてよからう<sup>(53)</sup>。

### (3) 間接ベンチャー・バンキング

間接ベンチャー・バンキングの資料はさらに不足しているので、未公開レポートを用いた OECD の研究の紹介に留めざるを得ない<sup>(54)</sup>。間接ベンチャー・バンキングは、直接ベンチャー・バンキングと比べて、銀行にはリスクを分散させ、ホスト国（投資受入国）には単一のプロジェクトへの投資を越えた広い範囲の活動を提供する。そこで、ホスト国政府は国内開発金融の調達のために、どのような金融機関に先進国銀行の資本を導入するかに関わって

いる。間接ベンチャー・バンキングの対象は、公的開発銀行、商業銀行、生命保険などの機関投資家およびリース会社であるが、公的開発銀行がこのようななかで最も重要な資金受取人である。

公的開発銀行は長い間国際銀行界に株主を求めている。多数の外国銀行ばかりでなく、先進国の公的機関や国際開発機関も世界各国の開発銀行の株主になっている。例えば、タンガニカ開発金融会社の株主は、イギリス、ドイツ、オランダの政府所有の金融機関を含んでいる。チュニジアークウェート開発銀行およびチュニジア・サウジ投資開発会社は、サウジアラビア、クウェート、アラブ首長国連邦およびカタールの政府から50%の出資を受けた。また、1963年に創設されたギリシア国立工業開発投資銀行では、ヨーロッパ4カ国の銀行とアメリカの2つの銀行がそれぞれ6.7%ずつの株式を保有している。これらはいずれも現地政府とのジョイント・ベンチャーである。

国際化を推進しつつある外国銀行にとって、間接ベンチャー・バンキングは世界的ネットワークを補強する役割を果たす。1980年に設立されたポルトガル投資銀行では、72.5%をポルトガルの民間株主が、残り27.5%を5つの外国銀行が保有している。外国銀行には、クレディ・リヨネ、スイス・ユニオン銀行が含まれているが、前者がポルトガル投資銀行を同国の金融自由化の手段と見なしているのに対して、後者はそれをポルトガルの金融制度に参入する方策と位置づけている。

だが、1970年代の実践を通じて、外国銀行はジョイント・ベンチャーが新規市場への参入に役立つのではなく、自らの競争者になっていることを発見した。そこで、間接ベンチャー・バンキングを縮小したり、少数株所有を多数株所有に切り替え完全支配という伝統的政策に復帰していると言われる。今後どのような展開が見られるのか、いましばらくの時間的猶予が必要であろう。

### Ⅲ 直接投資とエクイタイゼーションの展開

#### 1. 直接投資とエクイティ・ファイナンス

対外証券投資に加えて、発展途上国にエクイティ・ファイナンスを提供するもう一つの形態が、対外直接投資である。債務累積危機の状況の中で、再び対外直接投資が注目されている訳は、それが債務を生まない資金であるからである。すなわち、融資や社債は他人資本の調達であり、借手の債務になるのに対して、株式発行は自己資本の対外的調達であり、借手の債務ではない。ところで、同じくエクイティ・ファイナンスを提供する媒介とは言え、対外証券投資と対外直接投資には、大きな相違が存在する。証券投資が利子・配当の取得を目的とするのに対して、直接投資は支配を目的に投資先企業の経営に直接参加する。支配権を得るためには、

第9表 途上国への対外直接投資の動向

	直接投資 (10億ドル)	総フローに 占める割合	民間フローに 占める割合
1960—66	1.8	19.5%	72 %
67—73	4.3	24.0	67 %
74	3.3	5.0	15.5
75	16.9	20.0	47.8
76	12.0	13.9	33.9
77	13.0	14.7	34.4
78	13.1	13.3	30.2
79	13.8	15.6	39.7
80	9.9	10.5	30.2
81	16.8	15.7	35.7
82	11.8	12.3	30.9
83	7.8	8.3	12.5
84	9.5	11.2	27.9

(注) 1974—84年の数値は、1983年の物価および為替相場で調整されている。また、民間フローには輸出信用は含まれていない。

(出所) 1960—73年は、[14], Table A.1. 74—84年は、OECD, [26], 1985, Table VI—2より作成。

資本・技術・管理能力の三位一体的投資が必要である<sup>(55)</sup>。したがって、直接投資は「技術と管理のパッケージの一部として金融を提供」<sup>(56)</sup>することなのである。この点は、直接投資の「新形態」との対比で重要である。

第9表は、発展途上国への対外直接投資のフローを示しているが、1960年代から石油ショックが起こる1973年までとそれ以後では大きな断層がある。絶対額では、73年までの年平均30億ドルから70年代末までの約140億ドルへと4.7倍に増加しているが、途上国への資金フロー全体に占める割合は低下した。すなわち、1960—66年には19.5%、67—73年には24%を占めていた直接投資は74年にいったん5%に低下したあと75年に20%まで急上昇するが、それ以後平均14.3%に下落している。74年の低下は石油ショックを受けて、石油業からの投資撤退を、75年の上昇は再び産油国への投資の拡大を反映している<sup>(57)</sup>。非産油国への直接投資は74年から77年の間ほぼ50億ドル水準で変化していないことから、このことがうかがえる。さらに、直接投資、銀行融資および債券貸付から成る民間資金フローに占める直接投資の割合を見れば、1973年までの時期には70%前後を占めていたのに対して、74年、75年の例外を除いて、平均35

%に低下した。これは、非産油途上国が経常収支の赤字を民間の銀行借入で補填したという周知の事実の現れである。こうして、途上国への直接投資フローは1970年代に停滞を示すことになる<sup>(58)</sup>。

1970年代に直接投資が停滞した原因を『世界開発報告1985年』は次の2点に求めている<sup>(59)</sup>。一つは、オイル・マネーのユーロ市場での滞留に起因する銀行貸付のアベイラビリティの増大と低金利を反映して、途上国への銀行融資が直接投資以上に拡大したことである。もう一つは、途上国が投資領域を固定し、現地の所有権の拡大を要求することで、直接投資の制限を強めたことである。途上国の政策当局は、直接投資が経済開発に貢献するかどうか疑問を呈したのである。投資制限の端的な例は、資源採取部門に現れる。途上国は天然資源の恒久主権を主張して、外国所有に対する政治的反発を強めた。その結果、第10表に見られるように、途上国の直接投資残高に占める資源採取部門の比率は1967年から80年の間にアメリカの投資で23%、日本の投資で20%の減少を見た。途上国が多国籍企業の直接投資を嫌うその他の理由として、①多国籍企業の集中管理機構は現地のイニシアティブの発展を妨げること、②多国籍企業

第10表 対途上国直接投資残高の比較

	1967 <sup>1</sup>			1980 <sup>2</sup>		
	鉱山と石油	製造業	その他 <sup>3</sup>	鉱山と石油	製造業	その他 <sup>3</sup>
アメリカ	49.6	27.1	23.3	26.4	34.5	39.1
イギリス	12.5 <sup>4</sup>	34.0	53.5	2.8 <sup>4</sup>	54.4	42.8
西ドイツ	7.5	85.0	7.5	3.9	72.4	23.7
日本	44.4	33.6	22.0	24.0	42.7	33.3

(注) 1 日本は1969年、2 イギリスは1978年、3 主としてサービス業であるが、農業、公共事業、運輸および建設も含む。4 石油部門への投資を除く。

(出所) [14], p.44。

(原資料) Organization for Economic Cooperation and Development, *Stock of Private Direct Investments by DAC Countries in Developing Countries, End-1967: for U.S. data, U.S. Department of Commerce, Survey of Current Business, various issues: for U.K. data, Trade and Industry, Nov. 15, 1973. Business Monitor, May 1978 Supplement; for Japanese data, Ministry of International Trade and Industry and Economic Survey of Japan, 1980-81, Economic Planning Agency: for data on the Federal Republic of Germany, Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, August 1982.*



はしばしば現地金融市場で資金調達するため、国内の潜在的借手が金融市場から締め出されること、③多国籍企業は現地の価格管理、為替規制、税制および利潤送金の制限を、トランスファー・プライシングなどの手段を利用して回避しようとするなど、などである<sup>(60)</sup>。要するに、途上国が拒否しているのは、自国経済に対する外国の浸透と支配なのである。

しかし、債務累積危機に直面して、先進国の銀行が途上国への融資を減少させている中で、資金フローとしての直接投資の役割が再び見直されてきた<sup>(61)</sup>。「今日、多国籍企業はまだ嫌われているが、もはや恐れられているわけではなく、その資本と経験が切に求められている」という<sup>(62)</sup>。第9表の数値では、1984年の直接投資額は前年より増加し、資金フローに占める割合も高めている。グループ・オブ・サーティは52の多国籍企業を対象に直接投資の動向を調査し、その結果を1984年に公表した<sup>(63)</sup>。それに依れば（第11表）、1983年から87年の間に56

％の企業が直接投資を25％以上増加させることを計画しており、50％以上の増加を予定している企業も9％ある。投資を手控える企業は15％にすぎない。では、直接投資をどのようにファイナンスしようとしているのか。第12表がその動向を示している。全体的に多国籍企業は親企業の留保利潤に依存するのを止め、代わって海外子会社の留保利潤、ホスト国および国際金融市場での債務証券の発行、ホスト国での新規株式の発行を利用することを望んでいる。ホスト国の内訳は明確ではないが、社債や株式を発行できるのは整備された証券市場をもつ先進国であろう。しかし、すでに述べたように、途上国でも証券市場が成長しつつあり、かつ外国資本に開放されつつある現状を見る時、多国籍企業の現地子会社が現地証券市場で新規株式を発行し、それを先進国の機関投資家が購入することによって、途上国にエクイティ・キャピタルを供給する役割を果たすことができよう。

直接投資型の「債務の株式化」もこのような状況の中で現れた、投資促進策に他ならない。「メキシコの対外債務の資本化マニュアル」に依れば、「債務の株式化」は、申請時点に外資100％で、外貨収支が黒字である国際化比率の高い企業の銀行からの債務を、輸出拡大に寄与する先端技術プロジェクトに投資することを優先することになっている<sup>(64)</sup>。IMF・世銀の債務救済策は、従来の緊縮型調整から成長型構造調整に転換しつつあるが、構造調整の中味は

第11表 対外直接投資の推定・予測変化

	1973-78	1978-82	1983-87
	回答のパーセント		
50%以上の増	31%	36%	9%
25.50%	18	20	20
25%まで	41	34	56
変化なしあるいは低下	10	10	15

(出所) [10], p. 8.

第12表 直接投資の資金源

	1973-77		1978-82		1983-87	
	増 加	減 少	増 加	減 少	増 加	減 少
親会社の留保利潤	43	21	26	40	28	42
海外子会社の留保利潤	49	7	52	12	67	7
親会社の新規株式発行	12	5	17	7	19	14
ホスト国での新規株式発行	12	7	21	5	45	5
親会社の債務証券発行	29	2	38	12	29	24
ホスト国での債務証券発行	39	12	55	10	57	12
国際金融市場での債務証券発行	32	12	50	5	55	2

(出所) [10], p. 42.

途上国の輸出指向工業化の推進であり、そのために外貨獲得能力の大きいプロジェクトへ投資を拡大しようとしている<sup>(65)</sup>。「債務の株式化」もその流れに位置づけられそうである。

## 2. 直接投資の「新形態」と準エクイティ・ファイナンス

直接投資は支配を目的とした「資本・技術・管理」のパッケージ・ディールであったが、途上国が拒否しているのは現地経済への外国の浸透と支配である。そこで、80年代に再び直接投資の役割が注目されるようになったという場合、従来の形の直接投資に回帰するだけに止まることはできない。直接投資から支配目的を分離し、資本・技術・管理をそれぞれ「分割利用」(unbundling)する直接投資の「新形態」が、新たな環境のもとで注目されているのである。

直接投資の「新形態」とは、外国投資家が出資を通じて支配権を保有しない国際投資、すなわち、外国所有株式が多数支配を構成しない投資として規定される。具体的には、①外国所有株式が50%を超えない国際的ジョイント・ベンチャー、②外国投資家の見地からは少なくとも投資の要素を含んでいるが、その企業によるエクイティ投資を含まない様々な国際的契約協定が「新形態」を構成する。後者には、ライセンス協定、管理・サービス契約、生産分与、フランチャイズ、下請契約あるいはターン・キー契約などの種類がある<sup>(66)</sup>。直接投資の「新形態」によって、途上国は外国企業の自国経済開発への影響力をかなり削減する機会を与えられるのである<sup>(67)</sup>。

直接投資家が資本を提供しない場合に、一体誰が金融を提供するのであろうか。伝統的 direct investment は、投資家が技術・管理に加えて金融も提供していたが、新形態ではパッケージは別々の経済取引に分離され、それぞれ異なった企業によって遂行される。すなわち、登場人物が多国籍企業、多国籍銀行、現地企業・政府の3者になり、金融を取り扱うのはもはや外国企業では

なく現地企業である。そして現地企業に金融を提供するのは、多国籍銀行である。つまり、直接投資の構成要素のうち技術・管理を多国籍企業が、資本を多国籍銀行が分担することになり、外国金融機関は投資の新形態のもう一つの必要不可欠なパートナーになっている<sup>(68)</sup>。

ここで問題になるのは、直接投資の新形態がいかなる意味においてエクイティ・ファイナンスを提供するのかである。多国籍銀行による金融の提供は、融資と出資の場合であろう。出資の場合が、先に述べたベンチャー・バンキングと同様に、エクイティ・ファイナンスに関わる<sup>(69)</sup>。次に、株式保有が50%を超えない国際的ジョイント・ベンチャーは、50%未満という範囲内でエクイティ・ファイナンスを提供していることは明白である。さて、多国籍企業による資本提供を含まないノン・エクイティ投資であるにもかかわらず、国際的契約形態型の新形態をエクイティ投資と規定する理由は何か。通常、エクイティ・ファイナンスは利益を全面的にとる代わりにリスクも負うもので、本来的にリスク資本であるのに対して、デッド・ファイナンスは融資先企業がどれだけ成功しても利益の配分に預からない代わりに、リスクも負わない。直接投資の新形態における多国籍企業は技術・管理の提供を通じて投資先企業の利益配分に参加する(profit participation)点で、本来のリスク資本を提供しているとは見なすことができる。すなわち、ノン・エクイティ投資であるにも関わらず、リスク資本を供与するというエクイティ・ファイナンスとの同一性において、準エクイティ投資と呼ぶのである<sup>(70)</sup>。こうして、直接投資の新形態もリスク資本のフローの増大に帰結する。

さて、ではどのような形態で利益配分に参加するのであろうか。レサード・ウィリアムソンは3つの形態を指摘する<sup>(71)</sup>。まず第一は、生産分与である。生産分与協定によって、投資家は投下資本、技術・マーケティング・および管理技術と引き換えに、投資プロジェクトの生産物の特定の割合を受け取る。これは、鉱物資源

の開発をファイナンスするためにしばしば用いられる対外投資の形態である。これによって、外国投資家は、15～20年の契約期間の間、総生産物の40～60%までを確保することができる。第2の形態は、売上分与であり、生産分与と違って、投資プロジェクトによって生みだされた売上の特定の割合を分与する。プロジェクトの産出と販売の水準を決定するのは現地企業であり、それはまた全生産物を売る責任を持たされている。売上分与は、外国投資家がプロジェクトの支配ではなく、そのリスクに参加するのを希望するのに適した技術である。第3の形態は、利益分与で、外国投資家にプロジェクトのネットの産出物への利害関係を与えることによって、売上分与をもう一段進めたものである。これによって、投資家はコストを管理し利潤を極大にする動機を与えられる。そのことは、外国投資家に所有権を分割することではないが、経営支配を強めさせることになる。

準エクイティ投資の潜在的利点は、第1に、たいていの場合、投資家は生産物、売上、利益に対する請求権を留保することによって、リスク資本を提供するとはいえ狭い範囲のリスクに曝されているにすぎないこと、第2に、したがって、投資家が当該企業活動に対する支配を持たない場合でも、確実であることである。こうして、準エクイティ投資は所有権と支配の分離を可能にし、ホスト国経済への外国の浸透を制限しうるのである<sup>(72)</sup>。

## む す び

「債務の株式化」は、第13表に見られるように、1987年央までに11カ国で60億ドルが実施あるいは計画されており、その額は11カ国の対外債務者額の2.3%を占めている。「債務の株式化」の可能性は、割引かれた債務の供給とこの種の投資に対する需要に依存している。この点で、シティ・コープを皮切りに主要な欧米の銀行によって実施された貸倒引当金の積増しは、株式に転換可能な債務の供給が実質的に増

第13表 債務の株式化の実施状況

	1987年末までの転換額		1986年末の 銀行債務額 (10億ドル)
	10億ドル	1986年末の 銀行債務に 対する比率	
実施されたプログラム			
チ            リ	1.9	13.6%	13.9
メ   キ   シ   コ	0.9	1.1	77.3
フィリピン	0.1	0.5	15.4
エクアドル	0.1	1.1	5.8
コスタリカ	0.03	2.8	1.4
公表済みプログラム			
アルゼンチン	0.5	1.5	33.0
ベネズエラ	—	—	29.3
協議中のプログラム			
ブ   ラ   ジ   ル	2.5	3.2	77.9
ボ   リ   ビ   ア	—	—	1.7
ジャマイカ	—	—	0.6
ナイジェリア	—	—	11.0
11ヶ国合計	6.03	2.3	267.3

(出所) [24], June/July 1987, p. 12 (一部修正)。

加しうることを示している。すこし説明しておこう<sup>(73)</sup>。

途上国債務問題をめぐる最近の銀行行動の動機は、途上国向け債権の自己資本に対する比率(対資本 債権比率)を引き下げることに置かれている。1982年以来アメリカの9大銀行は、この比率を200%から120%まで引き下げてきたが、同期間に14の地方銀行は120%から60%にまで低下させており、大手米銀の比率はまだ相対的に高いことがうかがわれる。銀行が対資本 債権比率を引き下げる方法は、資本を増やすか、途上国への貸付残高を減らすかである。貸倒引当金の積増しはそのための一つの方法であるが、今回の米銀の積増しでは資本は増えていない。というのは、これは単に資本の一部を自己資本から貸倒引当金に転換しただけであり、会計上の操作にすぎないからである。しかし、同じ操作は、銀行の貸付残高を減らすことには役立つ。銀行が貸付残高を減らす方法は、①不良貸付を償却する、②第三者に売却する、③株

式に転換する、といったものである。アメリカでは、銀行が貸付債権の一部を市場価格で売却する場合、残りの債権も時価評価しなければならないという会計上の原則がある。したがって、大きな債権を抱えている銀行は当然売買に加わるのに困難を伴った。事実これまでの債務の株式化においても、債権の売り手には中小銀行が多く、大手米銀は仲介者としてマージンを稼いでいたにすぎない。ところが、貸倒引当金の大幅な積増しによって、大手米銀も債権の償却や売却が容易に行えるようになったのである。事実シティコープは、向う3年間で約50億ドルの途上国向け融資残高を売却する方針を明らかにしている。これによって、途上国向け債権の売買市場は、1986年度の60～80億ドルの規模から1987年には100～150億ドルにまで拡大すると言われている<sup>(74)</sup>。債権売買市場の拡大が、次に、「債務の株式化」の拡大につながるかどうかは、債務国の投資環境と途上国の政策当局の態度いかんである<sup>(75)</sup>。

世銀の『世界開発報告1985年』は、エクイタイゼーションを次のように評価した。すなわち、「エクイティ形態の投資は途上国にとって有益であり、増大しうる可能性がある。しかし、それは商業銀行融資の補完であり、その代替物ではない。というのは、エクイティ・ファイナンスが少数の国と産業部門に集中しており、拡大の潜在力は限定されているからである」<sup>(76)</sup>。ある推定によれば、途上国の株式投資、準エクイティ投資および直接投資はそれぞれ年10～20億ドル、合計30～60億ドルの資金を途上国に供給すると言われる<sup>(77)</sup>。これに「債務の株式化」60億ドルを加えると90～120億ドルの年間のフローになる。1兆ドルという途上国の債務残高と比べると、90～120億ドルという額は取るに足りないかもしれない。しかし、ネットの銀行融資と債券貸付のフローが1986年前半には70億ドルの流出であったことを考えれば、エクイティ形態での投資はデット・ファイナンスを「補完」するという大きな役割を担っていることに疑いない。

以上、エクイタイゼーションの量的側面を述べてきたが、次にその質的側面が問題になる。第1に、証券投資としてのエクイタイゼーションは、途上国に先進国の非銀行金融媒介機関との出会いの機会を提供する。先進国の機関投資家による国際分散投資の盛行は、今日世界に蔓延している低金利下の株高現象に動機付けられている。預金利子の低さを嫌って、資本が収益の高い資本市場に流入しているのである。しかしそのような資本は金利が上がれば、あるいは株価が下がれば、資本市場から流出する極めて浮浪的な投機資金である。このような投機資金が途上国に流入することは、途上国企業の成長に裏付けされているとはいえ、同時に「ハイリスク・ハイリターン」を合言葉とするマネー・ゲームの世界に途上国を曝すことを意味する。BISの「クロス・レポート」は、国際分散投資を通じた証券市場の国際化が金融市場の国際的統合を推進する要因の一つであることを指摘しているが<sup>(78)</sup>、それは先進国だけの現象ではなく、途上国世界をも巻き込んでグローバルに進行しているのである。

第2に、直接投資タイプのエクイタイゼーションはその効果をめぐって意見が分かれている。「債務の株式化」を推進する側の議論は、それが資金を債務国の民間企業に提供する効果的なメカニズムであり、かつ逃避資金の本国還流を促す手段でもあると主張する。この議論の背後には、債務国は市場メカニズムを重視した国内改革（国営企業の民営化、金融市場の改革、直接投資規制の緩和）を実施し、競争力ある民間部門を創出しなければならないとする理念がある<sup>(79)</sup>。そのためには、先進国の資本は直接民間部門に流入すべきだというのである。これに対して、批判論は次のように主張する。  
①実勢レートに比べて債権者に有利な形で現地通貨建の株式に交換する仕組みになっているため、取引をゆがめ、極端な場合には新しい資本逃避を招く恐れがある、②通貨供給量の管理を難しくする、③貸出債権が流動化する結果、保有債権額を基準にした新規融資の割当ができな

くなり、経済状態の悪い途上国の新規借入が困難になる<sup>(80)</sup>。

ここで注目しなければならないのは、推進論が債務国の民間企業と国際的投資家（多国籍企業）の結合を強調している点である。証券投資はいうにおよばず、直接投資も、投資家が投資するのは、投資先企業の業績と将来性に基づいて。当然業績の悪い、不採算企業は投資の対象にならない。そうすると、同じ国の中でも企業業績の好不調により、資金へのアクセスに難易が生じることになる。本山氏が言われる「第三世界企業の分断化と差別化」<sup>(81)</sup>である。さらに、批判論が指摘するように、経済状態の好し悪しによって途上国は新規借入に格差をつけられるのである。途上国への資金供給ルートを、以前の対政府貸付から対企業貸付に転換することを意味する「債務の株式化」は、途上国経済全体の発展にとってきわめて大きな問題を残すことになる。

こうして、エクイタイゼーションは途上国にとっては、一方では国際貨幣資本家に投機を提供することであり、他方では、多国籍企業への新たな従属要因になる。にもかかわらず、途上国はそのような資金に依存しなければならないのが現状である。途上国への資金フローは民間資金以外に、ODA（公的開発援助）を中心とする公的資金がある。全フローに占めるODAは1978年の25%から85年に45%まで上昇したが、それは民間銀行フローの減少に伴う全フローの絶対量の縮小に起因するものであり、ODAの絶対額は350億ドル前後で変化していない<sup>(82)</sup>。さらに、IMF、世銀、国際開発銀行などの国際機関による公的融資をみれば（第14表）、1983年以降低下が続けている。1985年のベーカー提案で、15の重債務国に対して資金供与の拡大を求められた世銀にしても、1986年に融資額を10億ドル拡大したに止まっている。IMF資金に至っては、供与額よりも返済額が上回り、純移転額はマイナスに転化しているのである。

今日求められているのは、従来のデット・フ

第14表 15重債務国への公的融資（ネット）  
（単位：10億ドル）

	1983～84年 平均	1985年	1986年
アルゼンチン	1.2	1.2	0.7
ブラジル	4.3	1.2	-0.1
チリ	0.6	0.4	0.1
コロンビア	0.6	0.9	0.7
エクアドル	0.5	0.4	0.4
メキシコ	1.3	1.5	2.3
ナイジェリア	1.4	0.6	1.8
ペルー	0.7	0.3	0.3
フィリピン	1.0	0.9	0.6
ベネズエラ	-0.3	-0.4	-0.2
小計	11.2	6.8	6.6
その他5ヶ国 <sup>*</sup>	2.6	0.6	-0.1
合計	13.8	7.4	6.5
機関別内訳			
IMF	4.8	1.7	-0.1
国際開発銀行	3.8	3.6	4.4
世銀	2.1	2.4	3.4
その他	1.1	1.3	1.0
双務援助	5.2	2.1	2.1

※ボリビア、アイボリー・コースト、モロッコ、ウルグアイ、ユーゴスラビア

（出所）〔24〕, June /July 1987, p.9.

ファイナンスに代わるエクイティ・ファイナンスの展開ではなく、公的資金の量的拡大であろう。エクイタイゼーションは、債務の削減と投資促進を求める途上国にとって一定の役割を果たすかもしれないが、それは公的資金の停滞という土壌の上に咲くあだ花なのではなかろうか。

#### 〔注〕

- 〔1〕『日本経済新聞』1987年9月28, 29日。また、ベーカー提案の意義と限界については、拙稿〔45〕を参照されたい。
- 〔2〕Weinert〔39〕, p. 90, また, Schubert〔35〕,〔36〕, Marton〔21〕をも参照。
- 〔3〕『日本経済新聞』1987年3月5日。このファンドは「フィリピン・ファンド」として87年4月にアメリカで募集された。当初の規模は1億2500万ドルで、運用はアメリカの投資銀行シェリアン・リーマン・ブラザーズが担当する。IFCばかりでなく、ア

- メリカの大手証券会社も債務国向け投資ファンドの開発競争に名乗りを上げている。巨額の債務を高利回り商品に転換することで、ウォール街に新たな収益機会をもたらそうとするものである。この途上国版ジャック・ポンドが成功するかどうかは、リスクや利回り面でどれだけ投資家にとっての魅力を出せるかにかかっている(『日本経済新聞』1987年9月29日)。
- (4) Rowley [34], p. 70.  
 (5) 『日本経済新聞』1987年2月5日。  
 (6) Rowley [34]  
 (7) *ibid.*, p. 75.  
 (8) Oman [28], [29] が直接投資の「新形態」に関する代表的文献である。  
 (9) Wellons et al. [40].  
 (10) 神沢 [44].  
 (11) 鈴木 [49], 25ページ。  
 (12) 秋山 [43], 11~13ページ。  
 (13) IMF [15], p. 43.  
 (14) 原表は、IMF, *International Financial Statistics*, に *International Banking Statistics* として1984年から掲載されている。IMF 統計はその他の統計に比べてカバーしている国の数が136カ国と多く、BIS 統計で捕捉されていない世界的規模でのクロスボーダー貸付を把握することができるというメリットがある。しかし、銀行の対外ポジションの通貨別構成を集計していないので、為替調整値を正確に把握できないという欠点を持っている。第3表は IMF スタッフが BIS 統計を参考に推定した為替調整後の数値なので、分析はこの表に依拠する。なお、IBS の利用については、Landell-Mills [18] が懇切な解説を与えている。また、Mills [22] は、IMF 統計と BIS 統計およびアメリカの統計を比較検討している。国際資金フローの正確な分析のためにも、国際機関が協力して一日も早く信頼のおける統計作成に着手することが望まれる。
- (15) 塩入 [47], 11ページ。  
 (16) この点は鷲尾 [58] が有益である。  
 (17) Morgan Guaranty Trust Company [24], July 1985, p. 11.  
 (18) 三菱銀行 [55], 8 ページ。  
 (19) [23], p. 46.  
 (20) 中尾 [51] は日本の特異な資借金貸構造を「又貸し大国」と規定している。  
 (21) Errunza [8], pp. 51~52.  
 (22) van Agtmael & Errunza [42], p. 60.  
 (23) van Agtmael [41], p. 18. IFC は1987年6月に、途上国の株式市場が今後15年間にベンチャー企業の上場の増加、日本などの先進国からの株式投資の拡大を契機に、急成長するとの見通しを公表した。
- IFC によれば、途上国 35カ国の株式市場の時価総額は現在の1,300億ドルから今世紀末までに5,000億~8,000億ドルにまで拡大し、上場企業数も同期間に8,000社から15,000社以上にほぼ倍増し、そのうち500社が国際的に取引される銘柄になるという(『日本経済新聞』1987年6月11日)。
- (24) *ibid.*, p. 22.  
 (25) Ehrlich [6], p. 1.  
 (26) 『日本経済新聞』1987年8月17日および Crabbe [4], p. 91.  
 (27) Lessard & Williamson [20], p. 51.  
 (28) Bank of England [2], p. 556.  
 (29) Lessard & Williamson [20], p. 51.  
 (30) 三菱銀行 [55] 参照。  
 (31) Ayling [1], p. 158.  
 (32) 1987年1月から8月の間に、株価指数では、台湾が年初の3倍になったほか、シンガポールなどでも軒並60%を超える上げ幅を記録している。日本やアメリカなどの先進国や華僑の資金がアジアの証券市場に流入した結果である(『日本経済新聞』1987年9月15日)。  
 (33) Errunza [8], p. 53.  
 (34) van Agtmeal & Errunza [42], p. 59, 『日本経済新聞』1987年4月3日。  
 (35) IBRD [12], p. 134.  
 (36) IFC [13], p. 33, Watson et al. [38], p. 73, 『日本経済新聞』1986年2月14日。  
 (37) Watson et al., *ibid.*, p. 74, Tyler [37] および『日本経済新聞』1986年9月19日。IFC だけでなく、アジア開発銀行も日本政府と協力して日本の公的資金を核として「アジア・ファンド」を作り、アジア諸国・地域の株式に投資することを決めた。1988年春に発足予定で、規模は総額5,000万ドルから1億ドルに達するという。投資対象は、香港、シンガポール、タイなどの東南アジアの株が中心となる。韓国、台湾については外国入投資家が直接、株式投資できないが、国際機関は例外扱いを受ける可能性がある。さらに、民間資本の側でも準備が進んでおり、山一証券が日本を除くアジア地域を対象としたファンドを、野村証券が「シンガポール・ジャパン・ファンド」をそれぞれ設立することを予定しているという(『日本経済新聞』1987年9月8日)。日本のプランは、「黒字還流」の一環としての位置を占めている。
- (38) Wellons et al. [40], p. 7.  
 (39) 佐野 [46] 参照。  
 (40) van Agtmeal [41], p. 297.  
 (41) 佐野 [46], 17ページ。  
 (42) OECD [27], p. 62.  
 (43) Wellons et al. [40], pp. 36~38.

- (44) *ibid.*, p. 41. 尚, 同書 chapter 3 は主要米銀とのインタビューと OECD の内部資料をもとに書かれた, ベンチャー・バンキングの数少ない研究である。
- (45) エッジ法会社については, ベイカー [53] および 布目 [54] が参考になる。
- (46) ベイカー, 同上, 147ページ。
- (47) Kitchen [16], p. 229 でも, ベンチャー・バンキングをポートフォリオ投資に分類している。
- (48) 具体例は, ベイカー [53], 127~129ページに詳しい。
- (49) Wellons et al. [40], p. 43.
- (50) *ibid.*, p. 44.
- (51) ベイカー [53], 162ページ。
- (52) 神沢 [44] 参照。
- (53) 『朝日新聞』1987年8月14日。
- (54) Wellons et al. [40], pp. 57~64.
- (55) 杉本 [48], 143ページ。
- (56) IBRD [12], p. 125.
- (57) Das [5], p. 175.
- (58) しかしこれには異論もある。一つは投資収益の再投資が直接投資の約4割を占めるが, この部分は統計に正確に記録されていないことである(Das, *ibid.*, p. 174)。また, 銀行融資が直接投資に取って替わったと言うが, それは多国籍企業が資金調達を内部資金から外部資金に切り換えたことの表現にすぎないとする反論もある。たとえば, 1979年にブラジルの対外ローンの17%が外国企業の現地子会社向けであり, この額(86億ドル)は同年にブラジルに投下された直接投資の半分に等しかったという(Oman [28], p. 32)。
- (59) IBRD [12], p. 127.
- (60) *ibid.*
- (61) Kuhn [17] 参照。
- (62) Tyler [37]
- (63) Group of Thirty [10]
- (64) [54], 28ページ。
- (65) 神沢 [44] 参照。
- (66) Oman [28], p. 12. OECD の開発援助委員会は次のように述べる。「投資ベンチャーの外国完全所有と「パッケージ化」された技術の供与からの離脱を内容とする対外投資の『新形態』は1970年代初期から発展している。これらはしばしば, 特殊な状況に適合するための複雑で実用的な協定から特別協定までの範囲を含んでいる。このような協定には, ジョイント・ベンチャー, マイノリティ参加, 生産分与と下請協定, 管理・技術・ライセンスングおよびマーケティング契約, フェーズアウト協定, ターンキー・プロジェクト, パイバック, 協調融資と三國間融資協定がある。徐々に, 対外直接投資, ノン・エクイティ投資, 企業内移転および外国貿易の間の区別がぼやけつつある」(OECD (26), 1981, p. 164, 下線は引用者)。最後の指摘は重要である。直接投資の「新形態」の中には, カウンター・トレードに分類されるべき形態が多く含まれている。例えば, ジョイント・ベンチャー, 生産分与, 下請生産, ターンキー, パイバックなどである。同一の形態が, 一方では「投資」と呼ばれ, 他方では「販売」に分類されるのは奇妙である。筆者は[44]で, 「輸出という国際的商品販売が直接投資の形態を受け取っている」(24ページ)と述べたが, この点はさらに詳論されるべき課題である。
- (67) Olle [30], p. 192. マジョリティ参加からマイノリティ参加への転換が, 即, 支配の制限につながるものではない。日本の東南アジアへの直接投資は, 資本マイノリティでの経営支配を特徴としている。それは, 「経営の占有によって経営を支配している」のである。この点の詳細は, 高倉 [50] を参照されたい。
- (68) Oman ed. [29], p. 30.
- (69) 1970年代の資源採取部門への銀行の資金供与は, 融資形態であった。直接投資の新形態の結果としての, エクイティ資本から信用への切り換えは, 重い金融負担の賦課を意味した。これが資源保有途上国の債務累積の一因である(Olle [30], p. 197. また Radetzki [31] [32] を参照)。そこで, ベンチャー・バンキングが注目されるようになるのである。
- (70) van Agtmael [41] は, 準エクイティを転換社債と利潤参加制度と規定している(p. 297)。
- (71) Lessard & Williamson [20], pp. 62~64.
- (72) *ibid.*, p. 64.
- (73) Morgan Guaranty Trust [24], June/July 1987 およびその紹介である『日本経済新聞』1987年8月24日参照。
- (74) 『日本経済新聞』1987年7月3日。
- (75) 先進国企業にとっては, 「債務の株式化」は投資資金を安価で調達できるというメリットがある反面, 投資リスクが付きまとう。日本の通産省は, この形態での投資を民間企業に促すために, 債権売買で投資企業が得る差益を課税対象から除く制度の創設を検討しはじめた。割引価格で買った債権を現地政府に販売した時に生じる差益は, 投資リスクに見合った見かけ上のものであり, かつ株式化が強制されているものなので, 税法上益金と見なすことはできないとの理由からである。さらに, 企業が債権を購入する資金を日本輸出入銀行が低利で融資する制度も検討している, という(『日本経済新聞』1987年8月27日および9月12日)。
- (76) IBRD [12], p. 125.
- (77) Lessard & Williamson [20], p. 90.

- (78) BIS (3), pp. 155~156.
- (79) Morgan Guaranty Trust (24), June/July 1987.
- (80) Group of Thirty, *Finance for Developing countries*, 1987, 『日本経済新聞』 1987年7月18日から引用。
- (81) 本山 (57), 48ページ。
- (82) OECD (26), 1986, p. 48, Table III-1.

〔参 考 文 献〕

- [1] Ayling, D. E., *The Internationalisation of Stockmarkets*, Gower, 1986.
- [2] Bank of England, 'Life assurance company and private pension fund investment, 1962-84', *Bank of England Quarterly Bulletin*, December 1986.
- [3] Bank of International Settlements, *Recent Innovations in International Banking*, April 1986.
- [4] Crabbe, M., 'US Pension Funds Follow the Boat', *Euromoney*, March 1987.
- [5] Das, D., *Migration of Financial Resources to Developing Countries*, Macmillan, 1986.
- [6] Ehrlich, E. E., 'International Diversification by United States Pension Funds', *FRBNY Quarterly Review*, Autumn 1981.
- [7] Errunza, V. R., 'Gains from Portfolio Diversification into Less Developed Countries' Securities', *Journal of International Business Studies*, 8-2, 1977.
- [8] \_\_\_\_\_, 'Emerging Markets: A New Opportunity For Improving Global Portfolio Performance', *Financial Analysts Journal*, September/October 1983.
- [9] \_\_\_\_\_ & Rosenberg, B., 'Investment in Developed and Less Developed Countries', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, December 1982.
- [10] Group of Thirty, *Foreign Direct Investment 1973-87*, 1984.
- [11] Ibbotson, R. G., Carr, R. C., & Robinson, A. W., 'International Equity and Bond Returns', *Financial Analysts Journal*, July/August 1982.
- [12] IBRD, *World Development Report*, 1985.
- [13] IFC, *Annual Report*, 1986.
- [14] IMF, *Foreign Private Investment in Developing Countries*, Occasional Paper, No. 33, 1985.
- [15] IMF Survey, February 9, 1987.
- [16] Kitchen, R. L., *Finance for the Developing Countries*, John Wiley & Sons, 1986.
- [17] Kohn, J., 'Developing Countries Rethink Their Approach to Foreign Investment', *Intereconomics*, November/December 1984.
- [18] Landell-Mills, J., *The Fund's International Banking Statistics*, IMF, 1986.
- [19] Lessard, D. R., 'World, Country, and Industry Relationships in Equity Returns', *Financial Analysts Journal*, January-February 1976.
- [20] \_\_\_\_\_, & Williamson, J., *Financial Intermediation beyond the Debt Crisis*, Institute for International Economics, 1985.
- [21] Marton, A., 'The debate over debt-for-equity swaps', *Institutional Investor*, February 1987.
- [22] Mills, R. H., 'Foreign Lending by Banks: A Guide to International and U. S. Statistics', *Federal Reserve Bulletin*, October 1986.
- [23] *Monthly Report of the Deutsche Bundesbank*, February 1987.
- [24] Morgan Guaranty Trust Company, *World Financial Markets*.
- [25] OECD, *Financial Market Trends*, November 1986.
- [26] \_\_\_\_\_, *Development Co-operation*,
- [27] \_\_\_\_\_, *Venture Capital: Context, Development and Policies*, 1986.
- [28] Oman, C., *New Forms of International Investment in Developing Countries*, OECD, 1984.
- [29] \_\_\_\_\_ ed., *New Forms of International Investment in Developing Countries: The National Perspectives*, OECD, 1984.
- [30] Olle, W., 'New forms of Foreign Direct Investment in Developing Countries', *Intereconomics*, July/August 1983.
- [31] Radetzki, M., 'Changing Structures in the Financing of the Minerals Industry in LDCs', *Development and Change*, Vol. 11, 1980.
- [32] \_\_\_\_\_, 'Has Political Risk Scared Minerals Investment away from the Deposits in Developing Countries?', *Seminar Paper*, No. 169, Institute for International Economic Studies, February 1980.
- [33] Ramsden, N. F. E., 'The International Market for Floating-Rate Instruments', *Bank of England Quarterly Bulletin*, September 1984.
- [34] Rowley, A., 'The IFC: The specialist at the heart of the equity revolution', *Far Eastern Economic Review*, October 2, 1986.
- [35] Schubert, M., 'Trading Debt for Equity', *The Banker*, February 1987.
- [36] \_\_\_\_\_, 'Third World Debt as Trading and



- Investment Tool', *Countertrade & Bate*, April /May 1987.
- [37] Tyler, C., 'Learning to live with capitalism', *Financial Times*, February 13, 1987.
- [38] Watson, M., Kincaid, R., Atkinson, C., Kalter, E., & Folkers-Landau, *International Capital Markets: Developments and Prospects*, IMF, 1986.
- [39] Weinert, R. S., 'Swapping Third World Debt', *Foreign Policy*, No. 65.
- [40] Wellons, P., Germidis, D., & Glavanis, B., *Banks and Specialised Financial Intermediaries in Development*, OECD, 1986.
- [41] van Agtmael, A. W., *Emerging Securities Markets: Investment banking opportunities in the developing world*, Euromoney Publications, 1984.
- [42] \_\_\_\_\_ & Errunza, V. R., 'Foreign Portfolio Investment in Emerging Securities Markets', *Columbia Journal of World Business*, Summer 1982.
- [43] 秋山 貞雄「変貌する 国際 金融市場と邦銀の課題」『東海銀行調査月報』1986年6月号。
- [44] 神沢正典「資本財取引とトレード・ファイナンスの変貌(上・下)」阪南大学『阪南 論集 社会科学編』第23巻第1・2号, 1987年。
- [45] 同「IMF 体制と債務累積」, [52] 所収。
- [46] 佐野陸典「英米のベンチャー・ファイナンス」野村総合研究所『財界観測』1986年12月。
- [47] 塩入陽子「低迷する途上国向け融資」三井銀行『経済情報』1987年8月。
- [48] 杉本 昭七『多国籍 企業はどこへ導くか』同文館, 1986年。
- [49] 鈴木一元「ユーロ市場を核として“世界金融資本市場”へ」『金融財政事情』1986年9月22日。
- [50] 高倉信昭「海外投資のフェードアウトをめぐる諸問題」『アジア経済』18巻8号。
- [51] 中尾茂夫「多国籍銀行の動向と日本の債権大国化」, [52] 所収。
- [52] 中村雅秀編著『累積債務の政治経済学』ミネルヴァ書房, 1987年。
- [53] J. C. ベイカー, M. C. ブラッドフォード著, 原亨・臼井紀幸・本多光雄・藤本訓利訳『多国籍銀行—エッジ法 会社と 海外 活動—』ソーテック社, 1975年。
- [54] 布目真生『ユーロ・バンキング—国際銀行業の挫折と発展—』日本経済新聞社, 1980年。
- [55] 三菱銀行「米国への資本流入状況とわが国の対米証券投資」『調査』No. 382, 1987年2月。
- [56] 「メキシコの対外債務の資本化マニュアル」『国際金融』780号, 1987年2月15日。
- [57] 本山美彦「債務の株式化とセキュリタイゼーション」『経済評論』1986年12月。
- [58] 鷲尾恒太「最近の国際金融・資本市場の変化」野村総合研究所『財界観測』1986年9月。  
(1987年9月30日受理)